

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 15320061150790

UDC \_\_\_\_\_

厦门大学

硕士学位论文

股票市场发展与经济增长

——基于 1996——2008 年中国股市的理论分析与经验分析

The Theory and Empirical Analysis on the Relation between  
Stock Market and Economic Growth

——based on Chinese stock market data during 1996 - 2008

高硕

指导教师姓名: 洪永淼 教授

专业名称: 西方经济学

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 5 月

学位授予日期:

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评阅人: \_\_\_\_\_

2009 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

**厦门大学学位论文著作权使用声明**

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 摘要

我国 30 年的改革开放造就了持续高速增长的经济，其中金融市场的作用显著。但是在“经济奇迹”的同时，作为一个资本稀缺的发展中国家，我国却存在资本和劳动的双重过剩。这同作为配置资本和劳动组合的金融发展密切相关，银行业进行了多次改革，目前已基本建立了较为完善的治理结构，效率也得到较大改进。我国股票市场设立较晚，虽然也在“摸着石头过河”中不断改革和完善，但是相对于实体经济的持续快速增长，股票市场却经常发生较大的波动，与实体经济存在较大的脱节。作为未来金融市场主体的股票市场对我国经济增长的作用仍然是一个需要深入分析的问题。

鉴于股票市场发展对解决我国资本与劳动双重过剩下的经济发展至关重要这一问题，本文基于经济增长的理论框架构建了生产部门和金融部门的两部门模型，模型的结论表明，金融部门可以通过更有效率地配置资源来达到促进储蓄从而有助于经济增长。为了检验这一理论结论，本文运用 1996——2008 我国股票市场的季度数据，选取反映经济增长的变量 GDP 作为因变量、选取反映股票市场规模和活跃度的 STV（指标市价总值）和 STO（股市交易额）为自变量，建立多变量的 VAR 模型；运用 Johansen 协整检验、ECM 模型、Granger 因果检验和脉冲响应分析等多种计量分析方法，从短期、长期以及因果关系等方面来考察股票市场对经济增长的影响和作用机制。通过 Johansen 协整检验和 ECM 模型进行分析，发现在长期内股票市场的发展对经济增长有稳定的促进作用，且是显著的；但是短期影响极其有限。由 Granger 因果检验得到股票市场与经济增长仅存在微弱的关系，从脉冲响应分析得到上面相似的结论。但总体来说我国股票市场对于经济增长的作用仍然有限，其主要原因同国企改革和财政制度紧密相关，这两个因素导致我国股市的发展定位不同于发达国家，并因此在股市发展过程中不适当的政策干预限制了股市功能的发挥。基于理论和经验分析的结论，文章最后给出了相应的政策建议。

**关键词：**股市发展；经济增长；VAR 模型；脉冲响应函数

厦门大学博硕士论文摘要库

## Abstract

Financial market play significant role during 1978——2008 when economic reform and opening were implemented in China. However, there are capital and labor surplus behind the economic miracle as a developing country, which involve in financial development. Bank industries have achieved better governance structure after several reforms. There are many fluctuations in the stock market which relate weakly to sustained and rapid real economic. The function of stock market on economic growth is a still question which needs answer.

Because stock market play vital role on economic growth, we set a two sector model which contain producing and finance based on economic growth framework. The model concludes that finance sector can boost saving by allocate resource efficiently. In order to test the theory, we establish multi-variable VAR model by choosing GDP, STV(a total market value of indicators) and STO ( stock market transactions) and analyze the influence by Johansen co integration test, ECM model, Granger causality test and impulse response analysis and other methods of quantitative analysis, in the short term, long-term causal relations. We find that the stock market development promote economic growth significantly in the long run. But it has very limited impact in the short-term. By the Granger causality test we get the stock market and economic growth there is only a weak relationship. The conclusion from the impulse response analysis is similar to the above conclusion. But on the whole stock market for Chinese economic growth is still limited, mainly because with the state-owned enterprise reform and public finance system. These two factors have led to the development of Chinese stock market position is different from the developed countries, and therefore the process of development in the stock market involve inappropriate policy interventions which limited the function of the stock market. In the end, we set corresponding policy recommendations based on theoretical and empirical analysis conclusions.

**Key words:** Stock market development; Economic growth; VAR model; Impulse response function

厦门大学博硕士论文摘要库

# 目 录

第一章 导 论 .....	1
第一节 研究背景及意义 .....	1
第二节 国内外文献评论 .....	2
第三节 研究框架 .....	5
第二章 股市发展与经济增长的理论 .....	9
第一节 金融发展与股市功能 .....	9
第二节 理论模型 .....	12
第三节 股市发展对经济增长的影响机制 .....	15
第三章 股市发展对经济增长影响的经验分析 .....	18
第一节 实证思路与变量选择 .....	18
第二节 股市发展与经济增长的协整检验 .....	20
第三节 股市发展与经济增长的 Granger 因果关系检验 .....	25
第四节 股市发展与经济增长的脉冲响应分析 .....	26
第五节 小结 .....	30
第四章 我国股市发展对经济增长作用微弱的原因分析 .....	31
第一节 财政制度与国企改革 .....	31
第二节 股票市场与国企改革解困 .....	34
第三节 小结 .....	35
第五章 结论与政策建议 .....	37
第一节 主要结论 .....	37
第二节 政策建议 .....	38
参考文献 .....	42
致谢 .....	44



厦门大学博士论文摘要库

## Contents

<b>Chapter 1 Introduction.....</b>	<b>1</b>
1.1 Research Background and Significance .....	1
1.2 literature Review.....	2
1.3 Research Framework .....	5
<b>Chapter 2 Stock Market Development and Economic Growth Theory..</b>	<b>9</b>
1.1 Finance Development and Stock Market Function .....	9
1.2 Theory Model.....	12
1.3 The Relation between Stock Market and Economic Growth .....	15
<b>Chapter 3 The Empirical Analysis on the Relation between Stock Market and Economic Growth .....</b>	<b>17</b>
1.1 Research Method and Variable Choose.....	18
1.2 The Cointegration Test between Stock Market and Economic Growth .....	20
1.3 Granger Causality Test between Stock Market and Economic Growth	错误！未定义书签。
1.4 Impulse Response Analysis between Stock Market and Economic Growth	26
1.5 Conclusion .....	30
<b>Chapter 4 The Cause of Weak Relation between Stock Market and Economic Growth.....</b>	<b>31</b>
1.1 Fiscal Institution and SOE Reform.....	31
1.2 Stock Market and SOE Reform .....	34
1.3 Conclusion .....	35
<b>Chapter 5 Conclusion and Policy Suggestion.....</b>	<b>37</b>
1.1 Main Conclusion .....	37
1.2 Policy Suggestion .....	38
<b>References .....</b>	<b>42</b>
<b>Postscript.....</b>	<b>44</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 第一章 导 论

### 第一节 研究背景及意义

《华尔街金融帝国的崛起》讲述了美国经济崛起过程中股票市场的故事，从这个故事我们可以看到股票市场对美国早期的开发、后来的战争、乃至今日的科技创新都发挥了举足轻重的作用。不同于上世纪前期美国企业仍然主要依靠银行来间接融资，今日美国企业的融资主要依赖股票市场这种方式直接获取所需的资金。显而易见的是，股票市场对美国经济的发展发挥了重要作用。

反观我国，虽然经济保持 30 年的高速增长，但作为一个发展中国家，劳动和资本双重过剩的现象却始终困扰我国。其中的症结在于我国金融发展的滞后，不能有效地配置资本和劳动的组合。银行业已经进行了多年的改革，目前基本建立了比较完善的治理结构。但是作为未来金融主体的股票市场，虽然也进行了一系列的改革，但是股市的大起大落似乎表明我国的股票市场同实体经济较大程度的脱节。到底股票市场对经济增加是否具有促进作用？如果答案是否定的，那如何解释美国“黄金十年”的经济增长与股市增长的同步现象；如果答案是肯定的，那又是什么原因造成中国股票市场与经济增长的弱相关性呢？正是股票市场与经济增长的这种不确定关系，引起了国内外学者的浓厚兴趣和高度关注。研究股票市场对经济增长的影响这一课题，一方面，可以从理论上弄清其影响的传导机制，便于加大对虚拟经济系统运作机制的了解。毕竟在知识经济时代，虚拟经济的规模已经远远超过实体经济，所以从股票市场入手研究以证券市场为主体的虚拟经济对实体经济的影响对于今后经济学和金融学的发展有着举足轻重的作用；另一方面，对现实中的政策制定者而言，可以利用两者之间的内在本质联系和传导机制，去达到更有效地对虚拟经济和实体经济调控的目的，从而能让股票市场对经济增长的贡献程度发挥到最大。

就我国而言，由于我国股票市场发展的独特性，使得我们无法直接套用国外的研究成果，只能借鉴国外先进的研究方法结合我国具体情况来分析研究股票市场对经济增长的影响。而如果能够深入认识我国股票市场对经济增长影响的传导机制的话，就能通过有针对性地去健全、发展股票市场来促进经济的可持续性发展，从而使我国经

济也能形成“繁荣创造繁荣”的良性发展局面。所以研究中国股票市场对经济增长的影响机制有着重要的理论和现实意义。有鉴于此,研究股票市场对经济增长的影响是具有极大的研究价值和现实意义的,本文试图通过最近十多年的股市数据来从经验上分析股市发展对我国经济发展的作用。

## 第二节 国内外文献评论

### 一、国外研究

国外对于股票市场与经济增长之间的关系研究由来已久。早在一个多世纪以前马克思就指出,“假如必须等待积累去使某些单个资本增长到能够修建铁路的程度,那么恐怕直到今天世界上还没有铁路。但是,集中通过股份公司转瞬之间就把这件事完成了。”<sup>①</sup>随后,美国经济学家戈德史密斯(Raymond W. Goldsmith, 1969)进行了金融结构与经济发展关系的开创性研究,通过对 35 个发达和发展中国家 1860-1963 年的数据分析,发现经济发展与金融发展存在着大致平行的关系。但此时,学术界对于股票市场与经济增长之间的关系关注甚少。20 世纪 90 年代以来,美国股市的飙升所带来的影响极大地拉动了国内需求,促进了经济的快速发展,由此股票市场与经济增长之间的关系研究也就风起云涌。至于股票市场是否对经济增长有促进作用,仍然存在较大分歧。一种观点认为股票市场对经济增长有明显的促进作用;另一种观点则认为股票市场对经济增长无促进作用或促进作用很弱。下面分别就上述两种观点对国外文献进行综述。

#### (一) 股市发展对经济增长有促进作用

该观点认为股票市场的发展有利于资本流动性及融资能力的提高、有利于公司治理和便利投资,加速了资本的形成,从而促进了经济增长。

从理论角度, Cavin (1989) 通过对股票市场与宏观经济政策的关系研究,认为股市通过财富效应和托宾的 q 理论两种渠道影响总需求进而促进经济增长。Diamond 和 Verracchia (1982), Jensen 和 Murphy (1990) 认为发达的股票市场将管理者的收益与股票业绩联系起来,有助于缓解公司治理中的委托--代理问题,提高了资源有效配置和经济增长。Sain-Paul (1992) 和 Obstfeld (1994) 从分散风险的角度研究表明股票市场可以在配置资金的同时还具有较强的风险配置功能,通过提高资源配置效率

① 马克思:《资本论》(第一卷),人民出版社,2004 年版,第 781 页。

来影响经济增长；另外，股票市场提供的资产增值功能使更多的储蓄转化为投资（Greenwood and Smith, 1997; Geert et al, 2000）等等。

从实证角度，Atje 和 Jovanovic（1993）对包括发达国家和发展中国家在内的 40 个国家的人均 GDP 与股票市场的增长率进行回归，发现股票市场对经济增长不仅具有增长效应，而且具有水平效应。Asli-Demirogue-Kunt 和 Ross Levine（1996）利用 41 个国家 1986-1993 年的数据，采用反映股票市场发展状况的四个指标分别度量股票市场规模，流动性、集中度、易变性以及国际化程度，他们发现人均实际 GDP 和股票市场发展之间存在具有很强的正相关关系，认为股票市场的发展对经济增长非常重要。Gursoy 和 Musiumov（2000）收集了 20 个国家 1981-1994 年的数据，对股票市场和经济增长之间的因果关系进行检验，他们对所有国家的平行数据的因果检验揭示了股票市场和经济增长之间有双向因果关系，对单个国家时序数据的分析没有得出明确的结论，但却表明在发展中国家中股票市场与经济增长之间存在着很强的联系。Thorsten Beck 和 Ross Levine（2002）采用了动态平行数据的广义矩法（Generalized Method of Moments, GMM）对计量经济学的统计缺陷进行了改进，并用新的数据检验了 1976-1998 年 40 个国家的股票市场、银行和经济增长之间的关系，他们发现股票市场和银行都对经济增长有积极的影响。

## （二）股市发展对经济增长的促进效应不显著

持该观点的学者主要从股票市场规模和股票融资数量的角度去评价、分析股票市场的作用。Devereux 和 Smith（1994）的流动性和风险模型说明，通过股票市场的风险分散机制，可能会使人们减少储蓄，从而使得经济增长率下降。Harris（1997）批评 Atje 和 Jovanovic（1993）所用的截面模型中使用了滞后投资，导致股票市场的活动水平与随后的投资相关，使系数高估。Harris 用当前投资替代滞后投资，重新估计了 Atje 和 Jovanovic 的模型，得出股票市场的增长效应相当弱，并且在统计上很不显著，即它对经济增长的作用是相当有限的，特别是对欠发达国家更是如此。Harris 还认为，尽管发达国家和发展中国家的股票市场作用有显著的不同，发达国家股票市场的功能高于发展中国家，但是没有证据能够说明股票市场发展的水平与人均产出有关。

## 二、国内研究

与国外学者一样，国内关于此问题的研究也存在着分歧。一些学者认为股票市场

与经济增长相关，并且能够显著地促进经济经济增长。周正庆（1999）认为股票市场的发展，有利于拓展直接融资渠道，发展和壮大国有经济；郑江淮与袁国良（2000）则认为中国资本市场的发展不仅与经济增长存在相关关系而且与经济体制的持续转型有关，他们同时认为随着资本市场规模的逐步扩大，资本市场吸引的储蓄越来越多，其对经济增长的贡献程度也将逐步提高；殷醒民、谢洁（2001）发现我国股票市场规模的扩大、交易率的提高增加了国有单位的固定资产投资，加快了企业的技术进步，推动了我国经济更快的增长，因而，股票市场发展与经济增长之间有很强的正相关性；冉茂盛、张卫国（2002）认为中国股票市场与经济增长之间具有较微弱的正相关关系；刘柯杰（2003）的结论表明，股票市场分散风险功能的深化，即股票市场分散风险能力的提高能够显著地促进长期经济增长；冀志斌，彭克强（2004）的研究结果表明我国股票市场的规模与经济增长之间有正相关关系，而股票市场的流动性与经济增长之间没有显著的相关关系；田俊刚（2005）认为股票市场已经开始对经济产生影响，但影响远未达到理想的程度。范学俊（2007）基于资本市场在信息结构方面的内生变化探讨股票市场与经济增长之间的关系，通过设计合适的金融合同模型分析得出，股权分置后的中国股票市场将进入到一个崭新的发展阶段，其在中国经济中的重要地位将更加凸显，将对促进中国经济在更高增长路径上的可持续发展具有重大的战略意义。安起光、曹真（2007）选用 2000—2006 年间深交所相关指标的季度数据实证得出我国股票市场在我国经济发展中起着重要的作用，并且当前股市与宏观经济存在一定的长期稳定关系。

另一种观点是认为股票市场的发展与经济增长没有相关关系或者很弱。谈儒勇（1999）研究发现我国股票市场发展对经济增长的作用相当有限；王开国（1999）的实证分析认为效果不明显的原因是因为股票市场在国民经济中的地位还很低；林义相（1999）指出我国股票市场功能由于定位在为国有企业和国有经济融资，使得股票市场对经济增长的作用相当有限；唐齐鸣、李春涛（2000）实证研究的结论是中国股市还不能充分发挥货币政策传导功能；蒋惠惠（2003）进行协整分析得出我国股票市场与经济增长不显著相关的结论；梁琪和滕建州（2005）采用多元 VAR 模型对 1991 年至 2004 年间我国股市发展、银行发展与经济增长之间的关系进行了研究，结果显示股市波动与经济增长和银行发展之间有着显著的双向因果关系，而且相关关系为负，说明股市中可能存在的“过度”波动对经济增长和银行发展产生了负面影响。田娜、

韦省民（2007）从资金供给角度运用协整理论实证分析得出，虽然股票市场筹资额与 GDP 之间存在着长期稳定的均衡关系，但两者之间短期效应不显著，即表明短期内股票市场对经济增长的影响程度极其有限。郭世辉、马艳娥（2007）利用 1990-2004 年西部七个省份的面板数据，运用银行、股票市场和保险市场的相关数据，采用似不相关法 (seemingly unrelated regression) 实证得出实际利率、金融发展与经济增长呈负相关关系；股票市场与经济增长呈弱相关关系；保险市场对经济增长起明显的促进作用。胡波、吴昼平、沈叶丹（2007）运用协整方法研究中国股价指数与国内生产总值、利率和货币供应量等宏观经济变量的长期均衡关系，检验结果表明股价波动与经济增长相背离，并且股票市场阻碍了货币政策的传导效率。谭志强（2008）通过 GMM 的方法发现我国股市发展对经济增长无显著作用，但是股票市场整体收益率对经济增长有显著促进作用。

### 三、小结

从上面的综述可以看出，国内外很多学者都对股票市场与经济增长之间的关系进行了研究，他们由于研究的角度与方法不同，因而得出的结论也就不尽相同。有的学者认为股票市场与经济增长之间存在显著的促进关系，也有的学者认为股票市场与经济增长之间的关系不大，还有学者认为它们之间存在显著的负相关关系。

我国股票市场自 1990 年起仅走过了不到 20 个春秋，股票市场仍不完善，法制仍不健全，企业的法人治理结构仍在继续。我国的股票市场与成熟国家的股票市场存在着明显的差异，因此国外研究成果对于现今我国股票市场与经济增长之间关系的研究的借鉴意义有限；而我国学者关于该方面的实证研究，一般没有建立在扎实的理论模型基础上，并且所采用的数据反映的是以往股市的特征，由于股票市场一直存在制度变革，这将会影响股票市场和经济增长之间的关系，因此利用最新的数据进行两者之间关系的分析就很有必要。

## 第三节 研究框架

### 一、研究目标

本文的研究目标十分明确，即希望能通过借鉴各国内外学者的研究成果，在此基础上结合本人对该问题的理解，从理论和实证两大角度来研究我国股票市场对经济增长的影响，根据实证分析的结果来探讨其中的影响机制，从而为股票市场政策的制定提



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库